

**Résumé de notes prises lors de la réunion du « Cercle d'échanges de l'AEFR » du 27 juin 2024.
À l'invitation de l'AEFR.**

Thème : Compétitivité Union européenne versus États-Unis.

Les débats entre les membres de l'AEFR, accueillis dans les locaux de l'AEFR par Pervenche Berès, ont été animés par Didier Valet, directeur général de l'Institut Louis Bachelier et président du Conseil d'orientation des Cercles d'échanges de l'AEFR et introduits par Nicolas Véron, *senior fellow* à Bruegel et au Peterson Institute for International Economics. Il a analysé les raisons du déficit de compétitivité dont l'Union européenne (UE) semble souffrir face aux États-Unis. Pour ouvrir les échanges, Nicolas Véron présente six éléments pouvant expliquer le différentiel de compétitivité entre l'UE et les États-Unis :

1. Un choc sur le coût de l'énergie, désavantageant l'Europe plus que les États-Unis.
2. Les États-Unis et l'UE ont des écosystèmes d'innovation et de transfert de technologie différents. Il est nécessaire de réformer les systèmes universitaires en Europe, notamment en France, pour faciliter la transmission des savoirs et de la R&D entre les laboratoires universitaires et les entreprises, afin de valoriser ces recherches.
3. Le droit du travail européen est très protecteur, particulièrement dans les secteurs bien rémunérés. Il constitue un frein à l'embauche en raison des difficultés liées aux licenciements et mène à un immobilisme des compétences au sein des entreprises et à un faible appétit au risque des RH (Kakistocratie).
4. Il reste un solde négatif de la crise de la zone euro qui constitue pour l'UE un frein à l'attractivité.
5. À la suite de la crise de la Covid-19, les États-Unis ont adopté une politique de relance keynésienne significative, ce que n'a pas fait l'UE. Toutefois, il est encore trop tôt pour évaluer les effets en termes de gains de productivité.
6. Un processus de destruction créatrice a été observé dans le domaine de l'emploi lors de la crise de la Covid-19. De nombreuses entreprises américaines ont massivement licencié pendant la crise et ont réembauché dans les secteurs nécessaires après la crise, réallouant ainsi les ressources humaines vers les secteurs productifs. Au sein de l'UE, l'objectif était de préserver l'emploi salarié.

Les systèmes financiers européens et états-uniens se distinguent depuis longtemps, cependant, cette différence ne semble pas être la raison principale de l'écart de compétitivité. Au niveau bancaire, les niveaux de capitalisation sont comparables, voire supérieurs en Europe dans certains secteurs. Il convient néanmoins de noter une plus grande présence des investisseurs institutionnels aux États-Unis, accompagnée d'une culture du risque plus prononcée, dynamisant ainsi l'investissement.

Un tour d'horizon des principaux éléments développés dans le rapport Noyer a ensuite été effectué :

- En matière de titrisation, il est peu probable que la situation évolue. Pour certains membres, le manque de soutien public en UE est l'une des raisons d'un faible développement de cette activité.
- Concernant les produits d'épargne, les propositions semblent trop consensuelles et similaires à l'existant pour changer la donne.
- L'essentiel repose donc sur la supervision.

La supervision au sein de l'UE

Lors de sa conférence de presse en mars 2024, Christine Lagarde a mentionné les *low-hanging fruits* (littéralement "fruits à portée de main") en indiquant qu'il n'en existait plus dans le domaine de la supervision bancaire. Elle a indiqué que malgré les progrès réalisés, il était maintenant nécessaire de se tourner vers des sujets les plus structurels. Cela peut permettre de saisir des opportunités significatives dans le cadre de la supervision et de la régulation bancaire, souvent désignées par cette expression. Ces gains représentent les améliorations facilement accessibles qui n'ont pas encore été pleinement exploitées.

Les sujets centraux, les *high-hanging fruits* portent principalement sur le droit de la faillite, la fiscalité, le financement des retraites et des logements, autant de sujets sur lesquels l'UE n'a pas la main et doit se contenter de recommandations ou de benchmarks.

Il reste cependant les *middle-hanging fruits* qui ne doivent pas être ignorés et sur lesquels nous devrions renforcer notre attention, notamment l'Union bancaire, et par conséquent, la garantie des dépôts à l'échelle européenne, sujet sur lequel il existe un mandat européen. Dans le domaine bancaire, la supervision unique n'a pas eu tous les effets potentiels en termes de marché en raison du non-découplage du crédit bancaire du crédit souverain. Les marchés financiers n'ont pas de garantie implicite de la puissance publique. Bien que certains États membres, comme la France et l'Allemagne, soient engagés dans ce mouvement, il serait nécessaire que les Luxembourgeois et les Irlandais s'engagent.

Une autorité unique de supervision aurait un effet de défragmentation, elle pourrait éviter que les États membres ne défendent leurs autorités nationales lorsque de nouvelles missions ou attributions sont discutées. Cela permettrait également d'accélérer l'harmonisation des normes comptables (H3C) et les différents reporting ESG.

Une autorité de supervision unique ferait également du passeport des fonds une réalité, qui reste actuellement plus théorique que pratique, avec un seul et unique agrément délivré pour l'ensemble de la zone euro et non des équivalences. En ce qui concerne les procédures d'analyse *fit and proper*, une autorité de supervision unique aurait davantage de pouvoir sur les nouveaux entrants, à l'image de la BCE.

La supervision unique, et son autorité dédiée, pourrait constituer un moyen d'avancer vers l'Union des marchés de capitaux (UMC) sans passer par une harmonisation du droit des faillites. Bien que cette dernière serait idéale, il est nécessaire d'être pragmatique et, à l'horizon de la prochaine

mandature, mettre tout en œuvre pour réaliser une réelle supervision unique est plus raisonnable et réalisable.

Les grandes infrastructures de marchés, défendues par leur régulateur national, et les CCP devraient toutes être sous supervision unique en raison de leur taille systémique. Superviser centralement des infrastructures sans supervision directe des marchés serait illogique.

Quels changements pour l'ESMA ?

Si un consensus émerge sur la nécessité de restructurer l'organisation de l'ESMA, la question des contours de la nouvelle structure n'appelle pas de réponse unique. Encourager la création de *joint supervisory teams* (JST) pour les marchés apparaît peu raisonnable en raison de leur taille. Si le système fonctionne très bien pour les banques, il semble inapproprié pour les marchés.

C'est pourquoi une entité de supervision unique est nécessaire. Elle serait alors conçue comme ayant son siège et des bureaux dans chaque État membre. Les superviseurs nationaux pourraient constituer des bureaux à part entière et auraient ainsi l'opportunité de se mobiliser autour de leurs expertises et spécialités (marché à Paris, comptabilité à Francfort, etc.).

Allocation des flux financiers

L'allocation des flux ne doit pas être une question. La confiance repose sur le marché, qui saura orienter les investissements vers leur place fonctionnelle. Interdire les investissements vers les États-Unis n'aurait pas de sens. Si la rentabilité aux États-Unis est plus grande, alors il faut travailler sur son amélioration au sein de la zone euro, plutôt que de contraindre les investisseurs.

Pause réglementaire et coût de la conformité

Faire une pause dans la réglementation pourrait permettre de tenir un discours politique en phase avec les tensions sociales actuelles et surtout de préserver les acquis. Cependant, la politique pro-ESG dans la finance a un impact accessoire en termes de compétitivité, contrairement au mécanisme d'ajustement carbone au frontière.

CSRD et CS3D n'ont pas encore mené au choc de compétitivité prédit. Le coût de mise en conformité étant très élevé, il est certain que leur entrée en application crée un climat anti-ESG chez de nombreux chefs d'entreprises. Toutefois, d'un point de vue macroéconomique, cela ne créera pas de déséquilibre avec les États-Unis. CSRD pourrait être simplifié, notamment en ce qui concerne le double reporting (privé/public) exigé des assujettis.

La législation sur le devoir de vigilance crée une incertitude juridique qu'il faudra clarifier au plus vite.

Énergie

Dans le secteur de l'énergie, la mise en place de moyens de production à partir de sources renouvelables devient de plus en plus importante, à mesure que le gaz russe n'est plus accessible.

Le nucléaire n'est pas la seule source d'énergie décarbonée abordable. Il est également nécessaire de réfléchir à un moyen de créer un consensus sur le nucléaire dans l'UE.

Culture du risque : distinguer entrepreneur et investisseur

En ce qui concerne la culture du risque, il faut distinguer la prise de risque associée à la création d'entreprise de celle liée aux choix d'investissement. Dans le premier cas, qui n'est pas problématique, il y a beaucoup d'entrepreneurs en France et dans l'UE. Dans le second, il est clair que la prise de risque des investisseurs, en France, est beaucoup trop faible. Le fait que les institutions publiques sont très présentes en Europe dans l'investissement risqué est un premier élément d'explication. Cela peut tenir certains acteurs éloignés d'une culture du risque. Rares sont les investisseurs prêts à s'engager dans un projet risqué sans le soutien de l'État. Par ailleurs, certains participants soulignent qu'il pourrait être utile d'inciter les investisseurs par le biais d'une réforme des systèmes de retraite. Il y a un besoin de transparence sur les conditions de sortie des fonds de pension. Si les individus ne comptaient pas sur une redistribution des cotisations mais sur les bénéfices attendus de leurs allocations de capital, cela dynamiserait l'ensemble de l'investissement, y compris le plus risqué.

Remarques conclusives

En somme, il faut garder à l'esprit l'efficacité de la réglementation à chaque nouveau texte, et il est vrai que l'UE pourrait être plus attentive à ce point. Cependant, d'un point de vue dynamique, l'UE et ses superviseurs avancent dans la bonne direction et que l'on ne peut attendre d'entités de supervision récentes, telles que la BCE, d'avoir la même culture des pratiques nationales qu'une Banque de France.

La supervision européenne est un processus. Certains critiquent une supervision bureaucratique, le fait que la BCE ne supervise ni Euroclear, ni LCH ou le fait que les superviseurs en se concentrant sur leur cœur de métier puissent passer à côté d'éléments essentiels. Il a fallu harmoniser fermement dans un premier temps, afin de permettre à 27 États membres d'opérer ensemble sous une même ombrelle réglementaire. La dynamique actuelle tend vers une plus grande souplesse et efficacité. À l'origine, la BCE a établi un compromis diplomatique à propos de la négociation au Comité de Bâle, des chambres de compensation et en commençant par superviser les institutions significatives, mais cela évolue.

Dans tous les cas, il est impératif d'être attentif à la structuration de l'UMC pour qu'elle ne serve pas d'abord Wall Street.